

Aus Fremdwährungen Profit schlagen

Wechselkursänderungen schmälern aus Sicht einer starken Währung wie des Frankens oft die Rendite. Mithilfe von Currency Overlays kann das Portfolio nicht nur abgesichert werden, es liegt sogar eine Outperformance drin.

Diversifikation ist eines der obersten Gebote in der Anlagewelt. Meistens ist damit die Beimischung von internationalen Investments verbunden, um Risiken am Heimatmarkt abzufedern und attraktive Renditechancen im Ausland wahrzunehmen. Globale Engagements für Anleger, wie jene aus der Schweiz, mit einer starken Heimwährung bedeuten zusätzliche Risiken, die es zu berücksichtigen gilt. Ein gutes Beispiel ist der S&P 500 ETF von iShares, der in Dollar gehandelt wird. In den vergangenen zehn Jahren hat er 57% zugelegt – doch einem Anleger in der Schweiz hat das Indexprodukt einen Verlust von 3% eingebracht. Der Dollar hat in diesem Zeitraum gegenüber dem Franken stark an Wert eingebüsst.

Es ist entscheidend, sich mit dem Einfluss der Währungskomponente auseinanderzusetzen. Studien belegen, dass bei einem internationalen Aktienportfolio durchschnittlich rund 25% des Gesamtrisikos auf Währungsschwankungen entfallen. Bei einem Obligationenportfolio sind es sogar bis zu 90%. Der Wechselkurseffekt wird von vielen Anlegern unterschätzt. Bei einer Beimischung von Fremdwährungsanlagen nimmt zwar durch die Diversifikation zuerst das Gesamtrisiko des Portfolios ab. Doch durch einen höheren Anteil in ausländischer Valuta gewinnt im Gegenzug der Wechselkurs einfluss schnell die Oberhand, wodurch der Währungsaspekt in einem Frankendepot das Gesamtrisiko wieder erhöht.

Verschiedene Finanzhäuser haben darauf reagiert und bieten währungsgesicherte Produkte an. Wachsender Beliebtheit erfreuen sich aber auch alternative Möglichkeiten, sogenannte Currency Overlays. Dabei wird dem Portfolio eine aktive Währungssicherung übergestülpt.

MARKT- UND SICHERUNGSRISIKO

Der Devisenmarkt ist der grösste und liquide der globalen Finanzmärkte. Die hohe Liquidität über 24 Stunden eröffnet die Chance, kostengünstig Währungsstrategien und -absicherungen vorzunehmen. Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen am Devisenmarkt beträgt zwischen 3 und 4 Bio. \$. Genutzt wird der Markt vor allem von Banken, Nationalbanken und internationalen Unternehmen, die so ihr Risikomanagement, ihre Geldpolitik und die Steuerung der Währungsreserven betreiben. Ebenso erlaubt es diese Eigenschaft, Fremdwährungspositionen effizient abzusichern.

Das kann aktiv oder passiv geschehen. Bei der passiven Absicherung ist das vorrangige Ziel die Risikoreduktion. Das heisst, die Positionen werden mit Derivaten abgesichert. Maria Heiden, Investment Advisory für Overlay Management der Berenberg Bank, erklärt, dies könne zum Beispiel durch Forwards (Termingeschäfte) der Fall sein. Dabei wird die Fremdwährung auf Termin verkauft.

Der Anleger verpflichtet sich, zu einem vereinbarten Zeitpunkt und einem festgelegten Kurs eine Währung

gegen eine andere zu tauschen. Ein (superreicher) Investor tauscht beispielsweise 100 Mio. Fr. gegen 120 Mio. \$ für eine Aktieninvestition in den USA. Diese Position wird zugleich mit einem Forward abgesichert. Das bedeutet, 120 Mio. \$ werden auf Termin verkauft. Am Ende der Laufzeit müssen der Bank somit 120 Mio. \$ geliefert werden, für die der Investor 120 Mio. Fr. erhielt.

Am Ende der Laufzeit sollen aber nicht die 120 Mio. \$ aus den Aktien verkauft werden, um die Absicherung zu bedienen, sodass der Frankengegenwert von 120 Mio. \$ am Markt zum dann gültigen Wechselkurs eingekauft wird. Wenn in der Zwischenzeit der Dollar steigt, sodass die Dollarposition neu 130 Mio. Fr. Wert hat, bedeutete dies für den Anleger einen zusätzlichen Gewinn auf seinem Dollarinvestment, allerdings einen Verlust von 10 Mio. Fr. auf seinem Währungs-Forward. Bei einem passiven Overlay wird somit keine Einschätzung der Attraktivität der Währungen vorgenommen, sondern nur das Marktrisiko abgesichert. Die Anpassungen des Hedge können je nach Anlegerwunsch täglich, wöchentlich oder monatlich durchgeführt werden.

PASSIVES UND AKTIVES OVERLAY

«Der Investor geht mit einer solchen Absicherung das Sicherungs- oder Liquiditätsrisiko ein», sagt Heiden. Durch das Sicherungsrisiko muss er bei einem Wertverlust der Absicherung Geld nachschieszen. In unserem Beispiel wären es 10 Mio. Fr. Bei Aktien kann dieses Geld durch den Verkauf von Titeln aufgebracht werden. Schwieriger wird es bei weniger liquiden Vermögenswerten wie zum Beispiel Immobilien, fährt Heiden fort. Für die Absicherung zahlt der Anleger die Zinsdifferenz, zudem wird bei steigenden Wechselkursen kein Gewinn erzielt.

Abhilfe schaffen kann ein aktives Overlay. Anders als bei einem passiven wird beim aktiven Overlay die Sicherung des Portfolios abhängig von der jeweiligen Marktphase gesteuert. Der Sicherungsgrad ist variabel, muss also nicht 100% sein. Darüber hinaus kann bei einem solchen dynamischen Overlay eine bessere Rendite he-

«Sinn macht ein Overlay ab einer Währungsallokation von etwa 5%.»

MARIA HEIDEN, BERENBERG BANK

rausspringen: Bei einem steigenden Wechselkurs wird profitiert, sinkende werden abgesichert. Heiden führt aus: «In Phasen, in denen der Dollar sich aufwertet, werden die Absicherungspositionen aufgelöst. Dadurch kann es einen Mehrwert für den Investor geben.» Die zusätzliche Performance kann zwischen 1 und 3% betragen und hängt vom Markt-Timing des Währungsmanagers ab. Sie variiert je nach Währungspaar, Risikobudget, Benchmark und Zeithorizont.

Die Manager setzen zudem unterschiedliche Strategien ein. Bei einem diskretionären Ansatz werden die Entscheidungen auf Basis der fundamentalen und der technischen Analyse durch den Menschen gefällt. Der quantitative Manager hingegen richtet sich nach einer systematischen mathematischen Analyse und setzt beispielsweise Trendfolgesysteme ein.

QUANTITATIV ODER SITUATIV

Je nach Institut bieten sich unterschiedliche Ausgestaltungsarten der Absiche-

rung an. So unterscheidet die Berenberg Bank «Stabilität» und «Chance». Bei der ersten Form ist der Sicherungsgrad tendenziell hoch, bei positiven Preistrends werden die Absicherungen aufgemacht, sodass der Investor sein Sicherungsrisiko verkleinert. Bei «Chance» hingegen ist der Sicherungsgrad niedriger. Es wird versucht, Abwärtstrends aufzufangen. Das bedeutet, die Währungsabsicherung wird bei negativen Preistrends aufgebaut, sodass der Investor das Marktrisiko verkleinert.

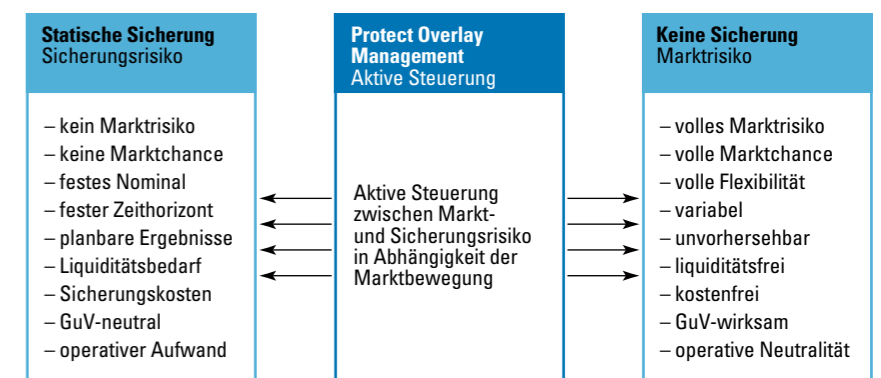
Heiden zufolge hat ein Obligationenportfolio tendenziell eine geringe Volatilität, durch die Währung steigt das Risiko aber deutlich, so wäre hier ein hoher Sicherungsgrad ratsam. Die Ausgestaltungsform «Chance» bietet sich beispielsweise bei weniger liquiden Anlagen wie Immobilien an.

Die Welt der Currency Overlays bietet die jeweilig passende Absicherung. Der Ansatz für das Währungsmanagement muss auf das Risikoprofil des Anlegers

zugeschnitten sein. Zudem ist es ratsam, eine aktive Strategie nicht für eine zu kurze Periode aufzubauen. Der Anlagezeitraum sollte in der Regel mindestens zwölf Monate sein. Darüber hinaus ist ein aktives Overlay abhängig vom Volumen. «Investitionen, bei denen der Währungseinfluss bei 1 bis 2% liegt, müssen nicht abgesichert werden, da der Einfluss auf das Gesamtportfolio zu klein ist. Sinn macht ein Overlay ab einer Währungsallokation von etwa 5%», erklärt Heiden. In welchem Umfang die Absicherung vorgenommen wird, kann der Anleger bei einem aktiven Overlay selbst entscheiden. Die Hedge Ratio unterscheidet sich von Manager zu Manager. «Anleger sollten Währungen als eigene Assetklasse sehen», mahnt die Expertin. Damit werden das Aktienrisiko und das Währungsrisiko getrennt betrachtet und mit den jeweiligen Spezialisten abgesichert. Durch die separate Betrachtung bietet sich Investoren eine Verbesserung der strategischen Asset Allocation, und es wird zusätzliches Ertragspotenzial geschaffen.

Der international orientierte Investor hat also grundsätzlich drei Möglichkeiten: Er kann sein Währungsrisiko ignorieren, es passiv absichern oder durch aktives Management sogar gewinnbringend gestalten. Zwischen dem aktiven und dem passiven Devisenmanagement existieren zahlreiche Mischformen, die unterschiedliche Elemente der beiden Varianten aufnehmen. So können Anleger nicht nur die Volatilität senken, also das Verlustrisiko reduzieren, sondern auch eine zusätzliche Rendite erzielen. ■

Sicherungsmechanismen



Quelle Berenberg Bank / Grafik Finanz und Wirtschaft